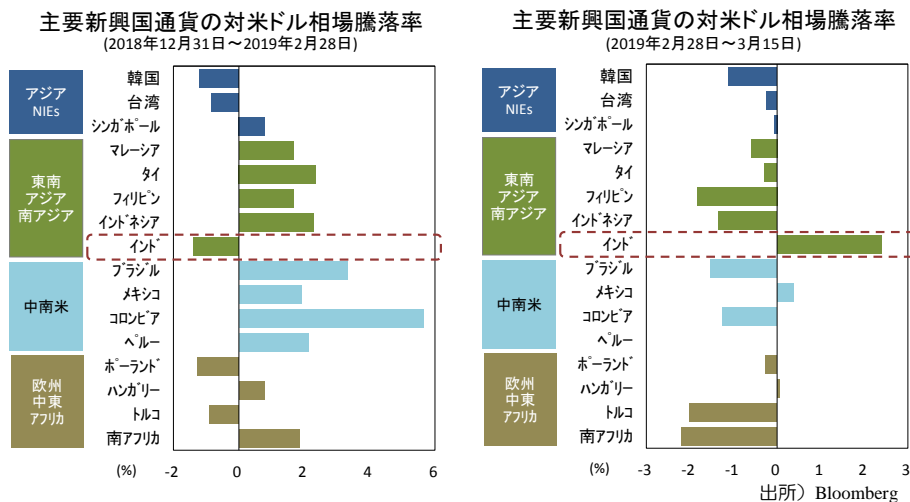


## インド：下院総選挙が迫る中で堅調に推移するルピー相場

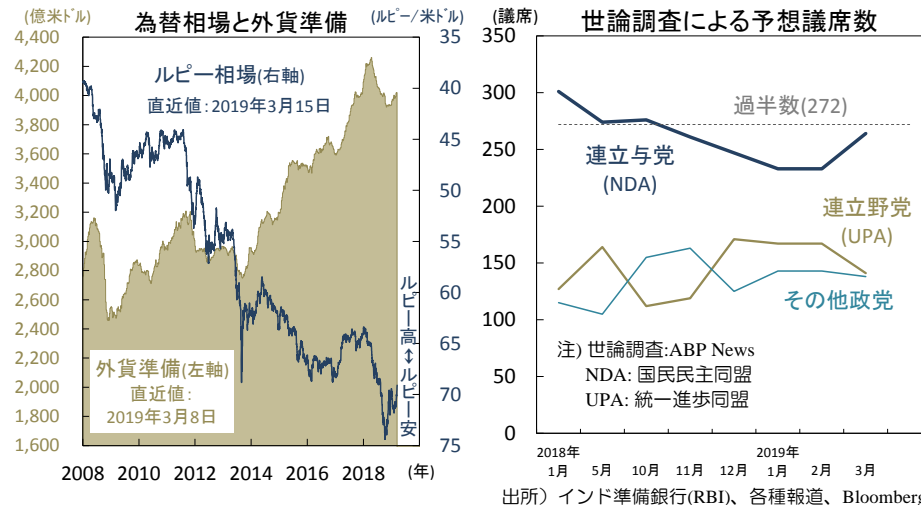
【図1】1-2月に不振だったルピー(左)は3月初より堅調に推移(右)



インド・ルピー相場が堅調です。同通貨は3月初より先週15日にかけて対米ドルで+2.4%上昇と、主要アジア通貨最高の騰落率。年初より2月末にかけて同▲1.4%と主要アジア通貨最低の騰落率に低迷した後、ルピー相場は底堅く推移しています(図1)。

ルピー相場安定化の背景は、インド・パキスタン間の軍事的緊張の緩和と国内政治を巡る懸念の後退とみられます。2月14日、インド側カシミール地方での自爆テロによってインド中央予備警察の隊員40名が死亡。パキスタンのイスラム過激派組織(JeM)が犯行声明を公表しました。2月26日にはインド政府がパキスタン領内のJeMの拠点を空爆したことを公表。同国内への空爆は1971年の第三次印パ戦争以来であり、1980年代末に両国が核武装して以降初です。翌2月27日には、パキスタン政府がインド側カシミール地方を攻撃しインド軍機を撃墜、パイロットを拘束したと公表。両国間の緊張が高まりました。しかし、3月に入ると緊張は緩和。3月1日に上記パイロットが解放され、パキスタン政府はJeM等テロ組織の幹部等44人を拘束しました。

【図2】2月末のパキスタン空爆後に連立与党の支持率が上昇(右)



金融市場は軍事的緊張の緩和を歓迎。また、パキスタン空爆という強硬な措置に踏み切ったモディ政権に対する有権者の評価が高まり、低迷を続けていた与党の支持率が反発(図2右)、4-5月の下院総選挙で現政権が敗退するとの懸念は後退しています。

今月10日、選挙管理委員会は下院総選挙の日程を公表。4月11日から5月19日まで7回に渡って投票が行われ、5月23日に結果が公表されます。出口調査の公表は最終投票日(5月19日)の投票終了後からとなります。与党連合(国民民主同盟:NDA)の予想議席数は足元で回復しつつ過半数にやや届かず(図3左)。NDAが過半数議席の獲得に失敗し、野党連合(統一進歩同盟:UPA)とその他政党が連立や閣外協力で合意した場合、政権交代もあり得るでしょう。予想議席率首位のNDAが再選を果たす可能性が高いものの、予断を許しません。2月までのNDAの支持率低迷は、有権者の7割近くが属する農村部の困窮によるとみられます。農村部の困窮は天候不順や主要作物価格の低迷によるものの、NDA政権が経済の安定化に成功した副作用という面もあると考えられます。

## ● 現政権は経済の安定化を実現したが、農村部は困窮

NDA政権誕生前の10年に渡って政権を担ったUPA中核のインド国民会議派(INC)は中道右派政党であり、農村部の有権者の生活を重視。多額の現金給付や主要作物の最低支持価格(MSP)の大幅引上げを行って農村部賃金の上昇を実現したものの(図4左)、食品物価の高騰という副作用も生み出しました(図4右)。農村部需要の過度な刺激の結果、経済はバランスを崩し、景気は悪化し物価は高騰し経常赤字が拡大。物価上昇の加速に伴って農村部の実質賃金は鈍化、複数の汚職疑惑も浮上する中で有権者の不満が高まり、UPAは2014年の総選挙で惨敗。現在のNDA政権が誕生しました。

経済の安定性を重視するNDA政権は、農村部への現金給付やMSPの伸びを抑制。農産物流通制度の効率化にも取り組み、物価高騰の元凶であった食品物価の抑制に成功します。景気回復と物価抑制と経常赤字の削減などマクロ経済の安定化に成功したNDA政権を、内外の投資家や企業家は賞賛。しかし、農村部賃金の伸びは鈍化し同部門には不満が充満しています。健全な経済運営を行ったゆえに農村部の支持を失うNDA政権。現政権を取り巻く状況は、経済安定化に成功しながら農村票の離反で再選を果たせなかった15年前のNDA政権(バジパイ政権)に不気味なほど似ています(図4)。

## ● 農村部の困窮に加え地方政党連立という与党への逆風も

農村部支援の必要性を認識した政府は、2月初公表の来年度予算案で土地持ち農民への現金給付を導入。もっとも、一部の州では農地登記制度が電子化されていないことに加え登記内容も不正確であり、現金給付が計画通りに進むかは定かではありません。

今回の選挙でNDAに有利に働くのは、(a)国防問題への関心の高まり、(b)モディ首相支持者の多い若年有権者の増加等、不利に働くのは(c)農村部の困窮、(d)地方政党の連立による候補者一本化の動き等です。2014年の総選挙で得票率31%のインド人民党(BJP)が52%の議席を獲得できたのは、小選挙区制の選挙に多数の政党が参加し多くの死票が生じたためです(注1)。今回、人口規模最大のウッタル・プラデシュ州では二大地方政党(SPとBSP)が連立と候補一本化で合意。同州での躍進によって2014年に勝利したBJPとNDAにとって不利な状況です。選挙結果は、可能性の高い順に、(I)NDAの再選、(II)UPAの勝利、(III)NDAとUPA以外の地方政党連合の勝利となるでしょう。新政権による経済改革の進展速度は(I)~(III)の順となるため、市場の反応も(I)を歓迎、(II)は中立、(III)を懸念(リスク資産売り)となるとみられます。(I)に関しても、中核のBJPが十分な(220議席超)を確保する場合(I)-aとこれを下回る場合(I)-bがあり得ます。

注1) 主要地方政党の議席数等に関しては、[アジア投資環境レポート2018年10月29日号](#) 図2を参照。

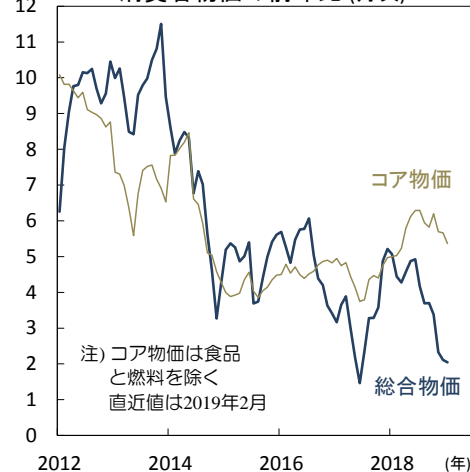
## 【図3】世論調査では現与党有利ながら再選確実とは言えず(左)

下院総選挙結果と世論調査

		国民民主同盟(NDA)	統一進歩同盟(UPA)	その他政党
選挙結果	2009年	159 (29.3)	262 (48.3)	122 (22.5)
	2014年	336 (61.9)	60 (11.0)	147 (27.1)
世論調査	(a) 2019年3月	273 (50.3)	133 (24.5)	137 (25.2)
	(b) 2019年3月	264 (48.6)	141 (26.0)	138 (25.4)
	(c) 2019年3月	285 (52.5)	126 (23.2)	132 (24.3)
	(d) 2019年3月	264 (48.6)	165 (30.4)	114 (21.0)
	(e) 2019年2月	242 (44.6)	148 (27.3)	153 (28.2)
	(f) 2019年1月	237 (43.6)	166 (30.6)	140 (25.8)
	上記平均	261 (48.0)	147 (27.0)	136 (25.0)

注) ( )内は議席率。%。調査機関は、(a) News Nation、(b) ABP News-Cvoter、(c) India TV-CNX、(d) Zee 24 Taas、(e) VDP Associates、(f) India Today-Karvy。日付は調査結果公表月。

(%) 消費者物価の前年比(月次)



出所) 各種報道、インド中央統計局、CEIC

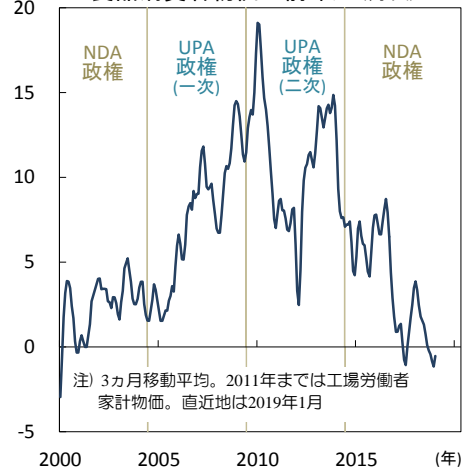
## 【図4】与党NDA政権下では農村部賃金と食品物価が低迷

(%) 農村部賃金の前年比(月次)



注) 直近値は2018年12月

(%) 食品消費者物価の前年比(月次)



注) 3ヵ月移動平均。2011年までは工場労働者家計物価。直近値は2019年1月

出所) インド中央統計局、インド労働雇用省、CEIC、Bloomberg

## 地方政党連合政権誕生なら、早期の政権崩壊リスクも

前述の(I)-aの場合、BJPは少数の連立相手とともに政権を立ち上げることとなり、経済改革が進む速度は最も早くなるでしょう。一方、前述の(I)-bの場合、より多くの政党を(一部は選挙後に)連立に迎え入れることが必要。調整や合意形成に時間がかかるため、経済改革の速度は(I)-aに劣ります。前述の(II)の場合、140以上の議席を得たINCが数多くの連立相手とともに政権を樹立。前回のUPA政権(2004-14年)と同様に、調整や合意形成に多くの時間がかかるとみられます。また、INCはBJPに比べ農村部支援志向が強いため、各種の施策による財政悪化や物価上昇が起こりやすくなるでしょう。なお、現NDA政権の功績とされる物品サービス税(GST)導入は、UPA政権も取組んだ経緯があり、両者の経済運営の方向性に大きな違いはないと考えられます。

前述の(III)は、複数の地方政党が中核となり、INCによる閣外協力を得た場合に成立するでしょう。近年は複数の地方政党が州政権党として自州の経済発展を重視した経済運営を実施。必ずしも、同政権の成立が経済運営の質の悪化を意味するわけではないと思われます。しかし、規模の大きい中核政党を持たない同政権は潜在的に不安定であり、過去の例を見る限り早期に崩壊するリスクが高いと考えられます。

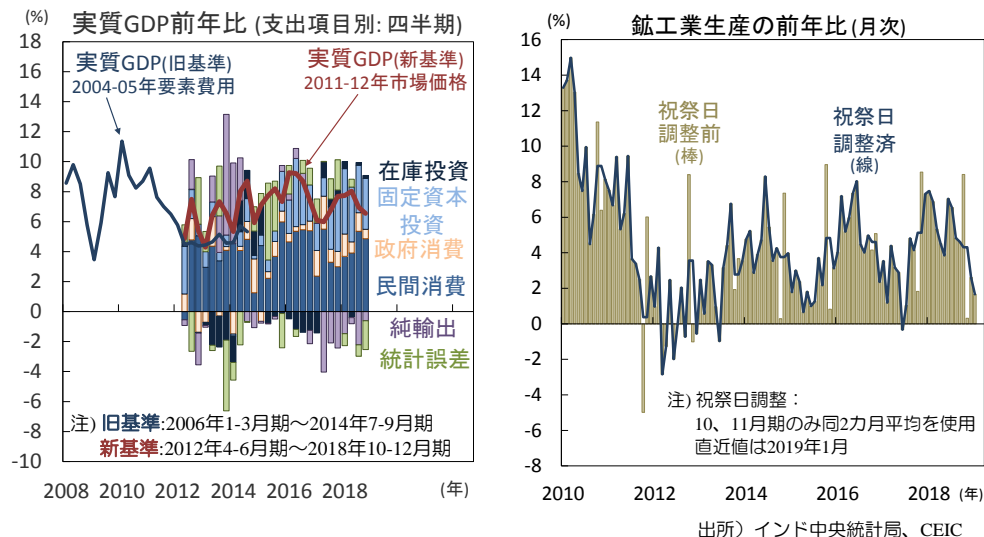
## ルピー相場は世論調査動向をにらみつつ当面堅調推移か

インド準備銀行(RBI)は、2月の金融政策委員会(MPC)で政策金利を6.5%から6.25%に引下げ(図6右)、政策スタンスを「漸進的な引締め」から「中立」に変更。Bloomberg集計で同利下げを予想したのは41社中10社のみであり、市場の予想外の決定でした。12月のパテル前総裁の突然の辞任を受けて就任したダス新総裁(注2)が初めて参加したMPCは利下げを決定。声明や会見ではRBIが目標とする総合消費者物価を重視する姿勢を強調し、足元で高止まるコア物価への言及が姿を消しました。総合消費者物価は予想以上の低下を続けています(図3右)。RBIは4月4日のMPCでも6%への追加利下げを行い、6月以降の会合でも追加利下げの機会を探ると予想されます。

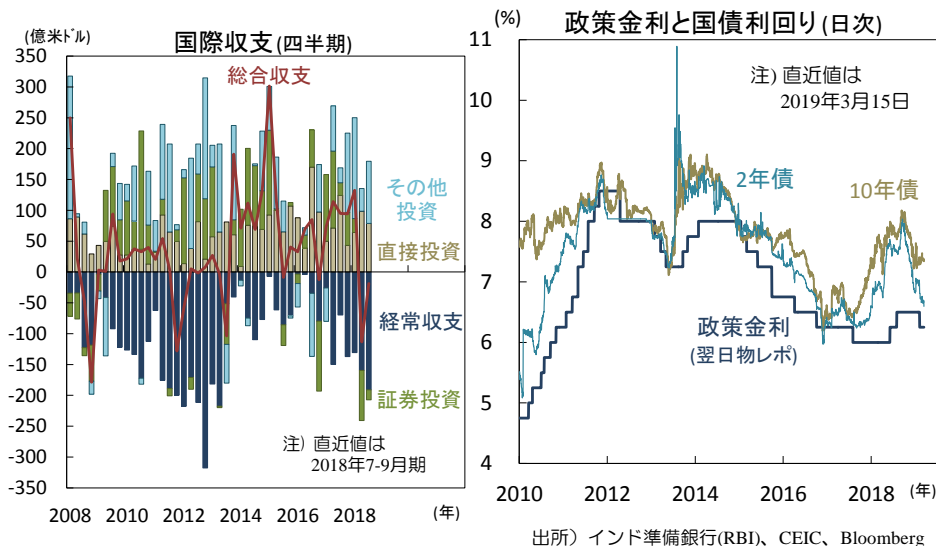
通貨ルピーは、今後も当面、軍事的緊張の緩和や連立与党の支持率改善を受けて堅調に推移するでしょう。当面は、初回投票日の4月11日の48時間前までに公表される最新の世論調査が相場を左右するとみられます。その後は5月19日夕刻以降に公表される出口調査と5月23日の選挙結果が相場の方向性を決めるでしょう。出口調査の精度は低く、これと異なる選挙結果が相場を大きく動かす可能性も否定できません。選挙結果次第で上にも下にも大きく動き得る相場展開が予想されます。(入村)

注2) RBI総裁交代の経緯に関しては、[アジア投資環境レポート2018年12月17日号](#) 1-2頁を参照。

## 【図5】GDP成長率(左)と鉱工業生産の伸び率(右)は足元で鈍化



## 【図6】新総裁の下で準備銀行は2月に予想外の利下げを実施(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloomberg

### ・本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会